

西班牙王国 2020 年度跟踪评级报告

项目负责人：杜凌轩 lxdu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 4 月 27 日

评级观点：中诚信国际评定西班牙王国（以下简称“西班牙”）主权信用等级为 **BBB_g**，评级展望为稳定。中诚信国际认为，西班牙经济规模较大，国民收入较高，经济结构多元化，持续进行的结构性改革推动经济进入快速复苏进程，经济增长率和对外偿付能力较高，支撑了其信用水平；但是中诚信国际也注意到，西班牙存在财政赤字和政府债务较高，失业率高企等问题，同时地方分裂主义对西班牙的主权信用带来一定挑战。

概况数据

	2018	2019	2020E	2021E
实际 GDP 增长率 (%)	2.3	1.9	-5.1	4.0
通货膨胀率 (CPI, %)	1.7	0.7	0.1	0.3
一般政府财政余额/GDP (%)	-2.5	-2.6	-4.8	-3.5
一般政府债务/GDP (%)	97.6	97.1	102.0	103.2
一般政府利息支出/政府收入 (%)	6.2	6.0	6.6	6.6
经常账户余额/GDP (%)	1.9	2.0	2.2	2.0

正 面

- 经济规模较大，国民收入较高，经济结构多元化；
- 持续进行结构性改革增强了经济实力和制度实力；
- 对外偿付实力较强。

关 注

- 加泰独立事件导致的不确定性
- 财政赤字较高、债务负担较重；
- 失业率高企；

评级展望

中诚信国际认为，西班牙王国信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。西班牙经济基础较为稳固，近年来经济增长较快，能够支撑其偿债能力。

- **可能触发评级上调因素。**如果能够快速实现经济复苏并逐步降低政府负债率，西班牙主权评级可能会上调。
- **可能触发评级下调因素。**如果经济出现超预期下降，或是加泰罗尼亚地区发生较大冲突，会增加西班牙主权等级下调压力。

评级历史关键信息

西班牙王国	
主体评级	评级时间
BBB _g /稳定	2020/04/27
BBB _g /稳定	2018/04/10
BBB _g ⁻ /稳定	2017/05/26
BB _g ⁺ /稳定	2015/12/20
BB _g ⁺ /稳定	2014/09/10
BB _g ⁺ /负面	2013/03/01
BB _g ⁺ /稳定	2012/07/31

主权评级观点

基础实力

经济实力

尽管疫情导致西班牙经济萎缩，但得益于近年来西班牙经济的快速增长、较为稳固的经济基础以及欧盟的支持，疫情对经济增长偏向于短期冲击

西班牙是欧元区第四大经济体，国民收入较高，产业结构多元化。2017年西班牙GDP总量约为1.3万亿美元，在欧元区仅次于德国、法国和意大利；人均GDP超过2.8万美元，位居世界前列。西班牙重要产业包括汽车、铁路、电信、建筑和农业等，产业结构丰富，科技含量较高。2012年开始，西班牙进行了持续的结构改革，是有史以来强度最大的改革之一。主要改革措施包括增加银行资金，减少对劳动力市场的保护，建设单一市场，增加学校入学率，减少收入税，提高退休年龄等，为西班牙经济复苏奠定良好基础。2015年以来，受益于西班牙结构性改革的不断推进以及欧洲经济的整体复苏，西班牙经济快速增长，2015~2019年经济增长率持续高于欧元区平均水平。与此同时，西班牙经济也面临诸多挑战。由于西班牙在教育、劳动力和创新方面的投入仍旧不足，且小企业占国民经济的比重较高，2008年以来西班牙全要素生产率处于下降状态，制约了西班牙经济的增长潜力。此外，失业率高企也是西班牙面临的主要问题，2013年失业率一度达到26.1%。2014年开始，西班牙受益于结构性改革和经济复苏，失业率快速下降。随着劳动力市场改革的持续推进以及企业生产经营的改善，西班牙失业率有望进一步下降。

为应对疫情，西班牙采取了较为严格的封城措施，严重影响西班牙消费、投资以及旅游活动，在全球经济萎缩的情况下，西班牙出口也将受到冲击，预计2020年西班牙经济将萎缩5%。西班牙经济发展水平较高，经济基础较好，而近年来受益于结构性改革的不断推进，西班牙成为发达国家中增

长最快的经济体之一，经济基础逐步稳固，有利于西班牙经济抵抗负面冲击。而西班牙大规模的财政刺激政策，包括为企业提供信贷支持、减税等措施，叠加欧盟为成员国提供的5,400亿欧元的经济援助和欧元区持续宽松的货币政策将有效降低西班牙面临的失业问题和关键部门的经济萎缩。目前，西班牙已经开始复工，经济有望重回正轨，2021年经济增长有望反弹至3%以上，中长期来看，西班牙经济仍能够维持相对稳定的增长。

财政实力

应对疫情的措施将推升西班牙财政赤字率和政府负债率，制约西班牙财政实力的提升，但在欧盟支持的情况下，西班牙偿债风险可控

西班牙财政实力较弱，政府债务负担较重，但是近年来财政债务状况有小幅改善。2008年以来，为提振经济增长，西班牙采取扩张的财政政策，2008~2015年平均财政赤字率为7.5%，远高于马斯特里赫特条约中规定的3%。近年来，西班牙政府致力于解决财政问题，努力削减支出，财政赤字率连续四年下降，近年来低于3%。债务方面，受金融危机期间经济低迷和财政长期赤字的影响，西班牙的政府债务迅速攀升。2015年开始，随着经济复苏和财政好转，政府债务规模有所下降，但一般政府债务仍接近GDP的100%，超过欧盟平均水平。由于欧洲利率水平较低且西班牙政府收入高于同等级国家，西班牙政府利息支出/财政收入自2015年后始终保持在8.0%以下，偿债能力较强。然而，长期来看，西班牙人口出生率低于北欧及法国，工作人口规模低于欧洲平均水平，老年人口占比呈上升趋势，因此而增加的政府支出可能加重政府面临的财政负担。

为应对疫情，西班牙推出大规模的财政刺激政策，叠加经济萎缩的影响，预计2020年西班牙的财政赤字率将在4%以上，政府负债率将超过100%，达到历史新高，制约西班牙财政实力的提升。然而，

欧元区宽松的货币政策和欧盟对于财政约束的放宽将有助于稳定投资者信心，且西班牙利息负担较低，偿债风险可控；在西班牙经济恢复后，预计西班牙政府将继续削减财政赤字。

对外偿付

近年来西班牙出口不断增加，经常账户持续顺差，对外偿付实力较强

年来受益于欧洲经济的好转、投资的增长以及国际竞争力的增强，西班牙出口快速增加。2015-2019 年实际出口平均增长率达 4.0%，经常账户维持顺差。疫情将导致 2020 年西班牙出口大幅下降，但进口也将受到疫情冲击，西班牙经常账户将维持盈余。尽管西班牙外债总额占 GDP 的比重维持在 170% 的高水平，但外债以欧元债务为主且期限结构较为合理，对外投资净头寸呈下降趋势；同时，受益于欧洲低利率环境，融资成本较低，外债风险可控

制度实力

西班牙制度实力较强，但加泰罗尼亚大区独立事件对政治稳定性造成冲击

尽管目前执政的人民党在国会中并未赢得多数，但政府顺利推进了前任政府的改革措施，而财政预算法案的通过以及经济的平稳运行表明政府的稳定性并未受到冲击。此外，2012 年以来持续进行的结构性改革明确了各级政府的责任，减少了机构之间的职能重叠，增加了对地方政府的控制；西

班牙政府还简化了税制，完善了教育和养老系统，提升了政府效率和施政能力。2017 年 10 月，西班牙加泰地区进行独立公投并宣布独立影响了西班牙政局的稳定性。尽管加泰独立没有法律依据和国际社会的支持，独立的可能性较低，但中央政府和加泰地方政府的潜在冲突仍给西班牙政局带来较大的不确定性。

事件风险

西班牙事件风险处于一般水平

西班牙是欧盟大国，周边国家以欧盟和北非国家为主，地缘利益多于冲突，地缘政治风险较低。受金融危机和欧债危机影响，西班牙金融系统风险高于欧盟平均水平。西班牙信贷机构资产质量较差，2017 年不良贷款率为 7.4%，而银行业不良贷款率为 4.5%，高于欧盟平均水平；同时核心一级资本充足率（Tier 1）和净资产收益率（ROE）分别为 13.1% 和 0.4%，均低于欧盟平均水平，但自 2014 年以来已呈复苏状态，金融系统风险相对可控。

近期关注

西班牙经济在 2020 年一季度陷入衰退

2020 年 4 月末，西班牙国家统计局当地时间 30 日公布的初步数据显示，受新冠病毒危机的严重冲击，今年第一季度西班牙经济环比下滑 5.2%，创 1970 年开始编制数据以来的最糟糕纪录，并且超出了分析人士的下滑 4.4% 的预测。

附：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA_g	受评对象的经济、财政实力极强，融资渠道畅通，基本不受不利环境的影响，违约风险极低。
AA_g	受评对象的经济、财政实力很强，事件风险敏感性很低，中期内没有重大清偿问题，违约风险很低。
A_g	受评对象的经济、财政实力较强，事件风险敏感性较低，中期内没有重大清偿问题，违约风险较低。
BBB_g	受评对象的经济、财政实力一般，不利环境在短期内不会影响债务的清偿，违约风险一般。
BB_g	受评对象的经济、财政实力较弱，目前没有明显的清偿问题和切实的调整能力，违约风险较高。
B_g	受评对象在不利环境的影响下，很有可能违约和/或支付意愿出现重大问题，违约风险很高。
CCC_g	受评对象在不利环境的影响下，极有可能违约和/或支付意愿出现重大问题，违约风险极高。
CC_g	受评对象在不利环境的影响下，基本不能保证偿还债务。
C_g	受评对象在不利环境的影响下，无法偿还债务。

注：除 AAA_g 级，CCC_g 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。